



买入（维持）

所属行业：建筑材料/玻璃纤维
当前价格(元)：5.20

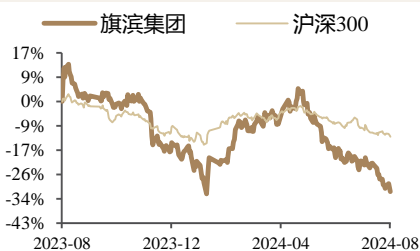
证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.76	-16.26	-31.35
相对涨幅(%)	-10.16	-11.41	-21.75

资料来源：德邦证券研究所，聚源数据

相关研究

- 《旗滨集团(601636.SH)：Q1业绩高增，光伏玻璃第二主业雏形已现》，2024.4.25
- 《旗滨集团(601636.SH)：Q3环比改善，成长业务逐步放量》，2023.10.14
- 《旗滨集团(601636.SH)：Q2业绩符合预期，静待成长业务放量》，2023.8.29

旗滨集团(601636.SH)：24Q2浮法玻璃价格承压，光伏玻璃产销两旺

投资要点

- 事件：**2024年8月27日，公司发布2024年半年度报告，24H1公司实现营收约79.12亿元，同比+14.92%，实现归母净利润约8.11亿元，同比+25.35%，实现扣非归母净利润约7.59亿元，同比+35.23%。单季度来看，24Q2公司实现营收约40.55亿元，同比+8.01%，实现归母净利润约3.69亿元，同比-30.91%，实现扣非归母净利润约3.44亿元，同比-30.85%。
- 浮法玻璃价格下滑较多，光伏玻璃产销大幅增长。**2024年上半年，国内房地产延续弱势运行，竣工面积同比下降21.8%，拖累浮法玻璃需求。截至24H1，公司浮法玻璃原片产量5503万重箱，同比-3.30%或减少188万重箱；浮法玻璃原片销量4882万重箱，同比-9.07%或减少487万重箱，实现浮法玻璃收入37.1亿元。光伏玻璃方面，公司产能规模已跻身行业前三，产销量同比均大幅增长，市场份额提升，规模效应逐渐显现，截至24H1，公司光伏玻璃产量约2.13亿平方米，销量约1.85亿平方米，实现光伏玻璃收入29.01亿元。24H1公司毛利率约24.28%，同比+3.62pct，单季度来看，24Q2公司毛利率约为22.56%，同比-4.14pct，我们认为或主要系：1) Q2浮法玻璃价格下降较多，据卓创资讯，24Q2全国浮法玻璃平均价格约1698.30元/吨，同比-18.11%，环比-15.14%；2) 24H1我国光伏组件的投产/开工/规划项目数量同比大幅下降，多个项目宣布终止或延期，行业开工率不足60%，致使光伏玻璃价格震荡下行，二者均在价格端对公司构成一定压力。
- 24H1费用率有所增加，经营性现金流减少。**24H1公司费用率为12.02%，同比+1.77pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.11%/5.18%/4.01%/1.73%，分别同比+0.12/+0.33/+0.33/+0.98pct。24H1公司财务费用率增长较多，主要系支付项目建设工程款增加，借款规模扩大导致利息支出增加。24H1公司归母净利润同比+25.35%至8.11亿元，归母净利率约10.25%，同比+0.85pct；扣非归母净利润同比+35.23%至7.59亿元，扣非归母净利率约9.60%，同比+1.44pct。现金流方面，24H1公司经营性现金流-0.52亿元，同比-114.69%，主要系：1) 公司光伏玻璃产能规模扩大，相关业务收入增长幅度较大，导致应收款项和存货等营运资产增加；2) 公司将销售商品收到的票据直接背书用于支付固定资产项目建设支出，使经营性现金流减少。
- 多元化、国际化开拓渐入佳境，一体化发展巩固竞争力。**公司通过不断横向拓展产品生产线，实现产品多元化布局，截至24H1，公司已拥有4条高性能电子玻璃生产线(345吨/日)、2条中性硼硅药用玻璃生产线(65吨/日)，电子玻璃、药用玻璃产能规模均位居行业前列。国际化方面，公司马来西亚沙巴光伏1200吨/日光伏玻璃生产线以及配套古达砂矿已于24H1相继建成投产，并启动沙巴光伏三线1200吨/日生产线建设。一体化层面，公司布局上游原材料石英砂，纵向延伸产业链，具备了自供原材料的成本优势。截至24H1，公司在福建东山、湖南醴陵、广东河源、马来西亚森美兰州均配套建设有普通硅砂矿，普通硅砂自给率位于行业前列；公司在湖南资兴、云南彝良、马来西亚沙巴州古达配套建设有超白硅砂矿，同时在福建东山建设大型超白砂加工基地。后续砂矿及加工厂达产后，超白硅砂自给率有望达到100%。我们认为，公司充沛的硅砂资源既保障了供应链安全 and 产品质量，又能够有效控制成本，保障了中长期可持续经营及稳定盈利能力。
- 投资建议：**公司具备行业内领先的规模及成本优势，光伏、电子玻璃及药玻扩产稳步推进，未来或将带来新的增长点。但考虑到当前地产仍在持续磨底阶段，拖累浮法玻璃需求，同时价格端改善信号尚未来临，我们略微下调此前盈利预测，预计

2024-2026 年公司净利润分别为 15.04、21.50 和 23.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.80 和 0.89 元，对应 PE 估值分别为 9.28、6.49 和 5.84 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；新业务拓展进度不及预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	2,683.51					
流通 A 股(百万股):	2,683.51					
52 周内股价区间(元):	5.14-8.62					
总市值(百万元):	13,954.27					
总资产(百万元):	35,026.73					
每股净资产(元):	5.25					
资料来源: 公司公告						
营业收入(百万元)		13,313	15,683	18,862	22,717	24,917
(+/-)YOY(%)		-9.4%	17.8%	20.3%	20.4%	9.7%
净利润(百万元)		1,317	1,751	1,504	2,150	2,391
(+/-)YOY(%)		-69.0%	33.0%	-14.1%	42.9%	11.2%
全面摊薄 EPS(元)		0.49	0.65	0.56	0.80	0.89
毛利率(%)		21.2%	25.0%	20.5%	22.4%	22.8%
净资产收益率(%)		10.5%	12.9%	10.7%	14.1%	14.4%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.65	0.56	0.80	0.89
每股净资产	5.05	5.26	5.70	6.20
每股经营现金流	0.58	0.95	1.16	1.26
每股股利	0.35	0.36	0.38	0.40
价值评估(倍)				
P/E	10.48	9.28	6.49	5.84
P/B	1.35	0.99	0.91	0.84
P/S	0.89	0.74	0.61	0.56
EV/EBITDA	7.34	12.17	10.10	9.93
股息率%	5.1%	6.9%	7.3%	7.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.0%	20.5%	22.4%	22.8%
净利润率	11.2%	8.0%	9.5%	9.6%
净资产收益率	12.9%	10.7%	14.1%	14.4%
资产回报率	5.5%	4.3%	5.2%	5.1%
投资回报率	7.3%	6.3%	7.5%	7.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.8%	20.3%	20.4%	9.7%
EBIT 增长率	57.5%	-9.5%	41.6%	13.9%
净利润增长率	33.0%	-14.1%	42.9%	11.2%
偿债能力指标				
资产负债率	53.2%	55.7%	59.7%	61.5%
流动比率	1.3	0.9	0.6	0.5
速动比率	1.0	0.6	0.4	0.3
现金比率	0.5	0.2	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	31.6	31.6	31.6	31.6
存货周转天数	62.5	62.5	62.5	62.5
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5
固定资产周转率	1.3	1.0	0.9	0.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,751	1,504	2,150	2,391
少数股东损益	-29	-25	-36	-40
非现金支出	1,449	81	110	91
非经营收益	293	472	583	736
营运资金变动	-1,921	507	302	193
经营活动现金流	1,543	2,540	3,108	3,371
资产	-5,309	-4,186	-5,681	-4,878
投资	-2	0	0	0
其他	-78	7	7	9
投资活动现金流	-5,389	-4,179	-5,674	-4,870
债权募资	6,405	1,003	3,980	3,218
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,194	-1,433	-1,602	-1,819
融资活动现金流	4,211	-431	2,378	1,399
现金净流量	374	-2,070	-188	-99

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,683	18,862	22,717	24,917
营业成本	11,763	14,993	17,637	19,232
毛利率%	25.0%	20.5%	22.4%	22.8%
营业税金及附加	180	204	253	274
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	171	206	248	272
营业费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	842	943	1,136	1,246
管理费用率%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	572	566	682	748
研发费用率%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	2,155	1,950	2,761	3,145
财务费用	163	412	533	682
财务费用率%	1.0%	2.2%	2.3%	2.7%
资产减值损失	-153	-58	-80	-64
投资收益	4	7	7	9
营业利润	2,012	1,683	2,409	2,677
营业外收支	-40	11	12	16
利润总额	1,972	1,694	2,421	2,693
EBITDA	3,454	1,974	2,791	3,172
所得税	250	215	307	341
有效所得税率%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
少数股东损益	-29	-25	-36	-40
归属母公司所有者净利润	1,751	1,504	2,150	2,391

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,692	1,622	1,434	1,335
应收账款及应收票据	1,646	1,980	2,384	2,615
存货	2,013	2,566	3,018	3,291
其它流动资产	1,703	1,776	1,840	1,878
流动资产合计	9,054	7,943	8,677	9,120
长期股权投资	45	45	45	45
固定资产	11,985	19,518	25,770	30,544
在建工程	6,211	2,463	1,489	1,197
无形资产	2,112	2,449	2,778	3,111
非流动资产合计	22,861	26,991	32,599	37,413
资产总计	31,915	34,934	41,276	46,533
短期借款	353	1,306	5,205	8,333
应付票据及应付账款	3,345	4,264	5,016	5,469
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,023	3,571	4,042	4,324
流动负债合计	6,721	9,140	14,263	18,127
长期借款	8,063	8,113	8,193	8,283
其它长期负债	2,199	2,199	2,199	2,199
非流动负债合计	10,261	10,311	10,391	10,481
负债总计	16,982	19,452	24,654	28,608
实收资本	2,684	2,684	2,684	2,684
普通股股东权益	13,549	14,124	15,298	16,642
少数股东权益	1,383	1,359	1,323	1,283
负债和所有者权益合计	31,915	34,934	41,276	46,533

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021 年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。